

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

万辰集团(300972)

投资评级 买入

上次评级 买入

马铮 食品饮料首席分析师

执业编号: S1500520110001

邮箱: mazheng@cindasc.com

程丽丽 食品饮料分析师

执业编号: S1500523110003

邮箱: chenglili@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

盈利向上，如期兑现

2024年4月25日

事件: 万辰集团发布 23 年年报, 23 年全年实现营收 92.9 亿元, 同比+1592%, 主要系公司零食量贩业务快速发展, 实现归母净利润-0.83 亿元, 归母净利润为负主要系菌菇业务主要产品金针菇价格波动导致有所亏损及 23 年摊销股权激励费用。

点评:

- **23 年内生快速开店打消市场对于公司管理经营能力的质疑。**公司 23 年全年实现量贩业务收入 87.6 亿元, 业务收入快速增长进一步验证量贩零食商业模式的竞争力以及公司优秀的团队实力和激励机制。23 年年末门店数量达到 4726 家, 市场质疑公司团队业务扩张和运营的能力, 现存门店主要为 23 年新开并且单店水平表现优秀, 有望打消市场对于公司经营能力的质疑。
- **规模效应及供应链效率持续提升下, 公司量贩零食业务盈利能力逐季提升。**23H2 量贩零食业务的毛利率由 23H1 的 7.9% 提升至 9.99%, 23H2 销售费用率为 4.67%, 环比 23H1 下降 1.09pct, 剔除股权激励费用, 23Q4 量贩零食净利率为 1.82% (23Q1/23Q2/23Q3 分别为 -2.03%/-2.23%/0.18%), 盈利能力持续兑现进一步验证量贩零食商业模式相比传统渠道的竞争优势, 也表明目前市场竞争格局的相对确立和公司内部效率的持续提升。
- **量贩零食周转效率高, 现金流稳健。**23 年公司销售收现 106 亿元, 与营收匹配, 经营活动产生的现金流量净额为 10.23 亿元, 现金流表现良性。23 年末, 公司货币现金为 12.1 亿元, 现金充沛能够更好地支撑业务的发展, 年末存货 7.33 亿元, 公司量贩零食业务存货的周转天数基本保持在 10-15 天, 业务相比传统的零食零售渠道周转效率显著更高。
- **盈利预测与投资评级:** 往后展望, 量贩零食作为渠道效率更高的业态, 行业仍处于快速提升渗透率的红利期, 竞争要义主要在于供应链效率(规模)和差异化上, 万辰集团当前在江苏、浙江、安徽、山东等区域具备领先优势, 竞争格局当前进一步确立。万辰集团作为行业第一梯队的品牌, 业绩持续兑现验证公司经营能力。规模效应下, 公司盈利能力有望进一步体现。我们预计公司 24-26 年每股收益为 0.87、1.85、2.45 元, 维持对公司的“买入”评级。
- **风险因素:** 区域市场竞争加剧、行业出现价格战、多品牌运营能力不及预期、食品安全问题。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	549	9,294	25,437	36,623	43,051
增长率 YoY %	26.4%	1592.0%	173.7%	44.0%	17.6%
归属母公司净利润 (百万元)	48	-83	149	319	422
增长率 YoY %	103.6%	-273.7%	280.2%	113.8%	32.3%
毛利率%	16.0%	9.3%	10.8%	11.1%	11.5%
净资产收益率ROE%	7.1%	-12.8%	14.9%	24.1%	24.2%
EPS(摊薄)(元)	0.28	-0.48	0.87	1.85	2.45
市盈率 P/E(倍)	99.89	—	31.92	14.93	11.29
市净率 P/B(倍)	7.14	7.39	4.74	3.60	2.73

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年4月24日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	279	2,349	4,288	5,993	7,680	
货币资金	115	1,210	1,338	3,519	4,541	
应收票据	0	0	42	19	53	
应收账款	15	27	242	104	254	
预付账款	43	248	726	749	762	
存货	100	733	1,536	1,359	1,606	
其他	6	131	404	243	464	
非流动资产	922	1,576	2,288	2,424	2,546	
长期股权投资	0	0	0	0	1	
固定资产(合计)	432	851	1,191	1,321	1,436	
无形资产	53	61	60	60	59	
其他	437	665	1,037	1,043	1,050	
资产总计	1,201	3,925	6,576	8,417	10,225	
流动负债	331	2,640	4,001	4,366	4,450	
短期借款	148	511	953	1,053	1,153	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	117	943	1,074	1,278	1,263	
其他	66	1,186	1,974	2,036	2,035	
非流动负债	197	589	1,039	1,339	1,539	
长期借款	111	148	248	348	448	
其他	87	441	791	991	1,091	
负债合计	529	3,230	5,040	5,706	5,990	
少数股东权益	4	50	530	1,386	2,487	
归属母公司股东权益	668	645	1,006	1,326	1,748	
负债和股东权益	1,201	3,925	6,576	8,417	10,225	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	549	9,294	25,437	36,623	43,051	
同比(%)	26.4%	1592.0	173.7	44.0%	17.6%	
归属母公司净利润	48	-83	149	319	422	
同比(%)	103.6	-	280.2	113.8	32.3%	
毛利率(%)	16.0%	9.3%	10.8%	11.1%	11.5%	
ROE%	7.1%	-12.8%	14.9%	24.1%	24.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.28	-0.48	0.87	1.85	2.45	
P/E	99.89	—	31.92	14.93	11.29	
P/B	7.14	7.39	4.74	3.60	2.73	
EV/EBITDA	18.55	38.69	6.30	2.29	1.39	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	549	9,294	25,437	36,623	43,051	
营业成本	462	8,430	22,695	32,565	38,112	
营业税金及附加	3	21	51	66	69	
销售费用	20	434	974	1,231	1,419	
管理费用	32	445	992	1,292	1,464	
研发费用	2	3	8	8	9	
财务费用	3	29	6	9	12	
减值损失合计	0	-6	0	0	0	
投资净收益	2	0	13	18	22	
其他	13	-1	15	18	17	
营业利润	42	-76	739	1,488	2,005	
营业外收支	-1	-8	0	0	0	
利润总额	42	-85	739	1,488	2,005	
所得税	0	61	111	313	481	
净利润	42	-146	628	1,176	1,524	
少数股东损益	-6	-63	479	856	1,102	
归属母公司净利润	48	-83	149	319	422	
EBITDA	110	148	867	1,605	2,126	
EPS(当年)(元)	0.31	-0.54	0.87	1.85	2.45	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	70	1,023	-136	2,034	964	
净利润	42	-146	628	1,176	1,524	
折旧摊销	65	192	134	125	130	
财务费用	4	29	6	9	12	
投资损失	-1	-2	0	-13	-18	
营运资金变动	10	-42	828	91	596	
其它	1	3	0	0	0	
投资活动现金流	-59	-294	-842	-254	-244	
资本支出	-41	-316	-801	-261	-251	
长期投资	-20	20	0	0	0	
其他	2	2	-40	7	7	
筹资活动现金流	143	123	1,086	586	289	
吸收投资	245	10	90	194	0	
借款	91	266	650	200	200	
支付利息或股息	-5	-39	-5	-8	-11	
现金流净增加额	183	-101	1,063	1,169	1,971	

研究团队简介

马铮，食品饮料首席分析师，厦门大学经济学博士，资产评估师，曾在深圳规土委从事国家社科基金课题研究。曾任职国泰君安证券销售交易部和研究所，2020年加盟信达证券组建食品饮料团队，团队成员以产业资深人士与顶级名校培养为主。

程丽丽，金融学硕士，毕业于厦门大学王亚南经济研究院，3年食品饮料研究经验。覆盖休闲食品和连锁业态（深入研究绝味食品、周黑鸭、煌上煌、洽洽食品、盐津铺子、甘源食品、劲仔食品等），深入研究零食量贩业态。

赵丹晨，经济学硕士，毕业于厦门大学经济学院，3年食品饮料研究经验。主要覆盖白酒（深入研究贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒、舍得酒业、酒鬼酒、水井坊、洋河股份、今世缘、酱酒板块）。

张伟敬，武汉理工大学毕业，法学、经济学双学位，金融行业工作两年，随后进入白酒行业十三年，先后在泸州老窖、杜康、舍得酒业从事一线销售工作，在高端酒、次高端、中低端价位均有实际操盘经验，产业思维强，酒圈资源丰富，对白酒行业趋势有独到理解，尤其擅长分析次高端酒企竞争格局。

赵雷，食品科学研究型硕士，毕业于美国威斯康星大学麦迪逊分校，随后2年留美在乳企巨头萨普托从事研发和运营，2年食品饮料研究经验。覆盖乳制品（深入研究伊利股份、蒙牛乳业、妙可蓝多、嘉必优）、饮料（深入研究东鹏饮料）。

王雪骄，康奈尔大学管理学硕士，华盛顿大学经济学+国际关系双学士，覆盖啤酒（深入研究华润啤酒、青岛啤酒、重庆啤酒）、水、饮料行业。

满静雅，英国华威商学院管理学硕士，海外留学及工作经验获得国际化开阔视野。具备三年头部房企战略投资的从业经验，擅长从产业的视角挖掘上下游发展机会。2021年加入国泰君安证券研究所，2021/2022年新财富团队核心成员。2023年加入信达证券食品饮料团队，主要覆盖白酒板块。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。